

Situación Europa

Segundo trimestre de 2015
Unidad de Europa

- La recuperación se consolida en la zona euro gracias al shock del petróleo y las medidas del BCE
- Los principales países han salido de la recesión, con más crecimiento en Alemania y España
- La depreciación del tipo de cambio debería apoyar las exportaciones netas a pesar de un entorno global más débil
- La situación de Grecia continua sin resolver aunque los eventuales riesgos de contagio debería ser manejables

Índice

1 Editorial	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	4
3 Eurozona: los factores de apoyo al crecimiento siguen siendo favorables	6
4 Perspectivas: el crecimiento cobrará impulso en 2015 y 2016	12
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	17
5 Tablas	19

Fecha de cierre: 30 de abril de 2015

1 Editorial

Durante los últimos meses las señales que ha dado la economía de la eurozona han continuado siendo, en general, positivas, con lo que **se consolida el escenario de recuperación**. En nuestras anteriores previsiones esperábamos que el crecimiento del PIB sería este año de un 1,3%, pero con un sesgo al alza, puesto que no terminábamos de ver la recuperación de los indicadores de actividad real, a pesar de que los fundamentales eran favorables. Los buenos datos de confianza económica se han seguido confirmando y se han extendido a algunos indicadores reales, los fundamentales siguen siendo positivos, y aunque los factores de riesgo siguen estando presentes, no parecen estar afectando significativamente a la confianza y la actividad en el corto plazo. Por todo ello, **hemos elevado nuestra previsión para este año al 1,6%, sin modificar la expectativa de un crecimiento en 2016 del 2,2%**.

Los **factores positivos** que sustentan la recuperación son incluso **más propicios para el crecimiento**. Por un lado, el **precio del petróleo** continúa en niveles mucho más bajos que en años precedentes y, aunque pensamos que se recuperarán paulatinamente en los próximos meses, aún resultan en valores medios anuales relativamente bajos. En la eurozona esta bajada de precios **está potenciando la renta disponible** de los agentes **y es en buena parte responsable del fuerte aumento del consumo** durante el primer trimestre al que apuntan los indicadores de ventas minoristas y de automóviles.

Por otro lado, **la depreciación del euro está siendo algo mayor de lo previsto**, y ahora estimamos que el euro-dólar, pese a la apreciación reciente, podría terminar el año alrededor del 1,02, y del 1,12 a finales de 2016, lo que supondría una depreciación adicional media del 7% en 2015 y del 9% en 2016 respecto a nuestras previsiones de hace tres meses, con un impacto potencial sobre el crecimiento no desdeñable a través de unas mayores exportaciones netas.

Buena parte de la responsabilidad de esta mayor depreciación viene **determinada por la expansión cuantitativa del BCE**, que ha arrancado con decisión y ha tenido un efecto importante en los tipos de interés en todos los plazos y en las expectativas de inflación (que se han recuperado moderadamente). El presidente Draghi dejó claro en su última reunión que, a pesar de la incipiente recuperación, se mantendrá la política anunciada hasta ahora -en principio hasta septiembre de 2016-, lo que parece asegurar el tono acomodaticio del BCE al menos durante varios trimestres, al tiempo que la Reserva Federal comienza con su período de normalización.

En cuanto a **la política fiscal**, no ha habido cambios significativos: **será probablemente neutral en 2015**, ya se ha confirmado el relajamiento de los requerimientos de ajuste a Francia e Italia (entre otros) en 2015, mientras que el énfasis sobre el Plan Juncker ha disminuido en los últimos meses debido probablemente a que se percibe como menos urgente. Habrá que esperar a junio para su puesta en marcha y empezar a atisbar si puede tener un efecto significativo sobre la actividad.

No todo son buenas noticias en la zona euro, y **aunque el balance de riesgos es ahora más neutral, éstos siguen sesgados a la baja**: La influencia de la **crisis ruso-ucraniana** sobre la coyuntura europea permanece, aunque parece haber disminuido (y no está afectando a la inversión en la medida en que habíamos previsto, a pesar de un deterioro adicional de la economía rusa, pero sí a las exportaciones); ha aumentado el riesgo de que el **entorno exterior** (sobre todo en los países emergentes) sea menos propicio de lo previsto, y sobre todo se ha producido un **estancamiento en la evolución de la crisis griega**.

Tras el acuerdo de finales de febrero entre el Eurogrupo y el nuevo gobierno griego, las negociaciones para concretar una lista de reformas estructurales y ajustes fiscales adicionales para reforzar el potencial de crecimiento del país y asegurar su suficiencia financiera de momento no han fructificado, en un contexto de crecientes dificultades de liquidez del gobierno griego. El impago de alguno de los vencimientos de deuda con el FMI o el BCE es una posibilidad real, lo que podría dar lugar en el límite a un escenario de salida de Grecia de la zona euro, lo que pondría a prueba la capacidad del BCE y el resto de las autoridades europeas para evitar el contagio a otros países y reforzar su compromiso con la unión monetaria.

2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una **moderación gradual del crecimiento mundial en el primer trimestre de 2015**, con un ritmo anualizado del PIB que podría situarse cerca del 3%¹, unas décimas menos que el observado en la segunda mitad de 2014 (entre el 3,3% y el 3,6%). La desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia, Brasil pero no el de India) explican el grueso de la ralentización mundial, que no ha podido ser compensada con el mejor comportamiento relativo de la eurozona y Reino Unido.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con las previsiones de BBVA Research, y el **refuerzo de políticas monetarias laxas** de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. El efecto base del primero **ha contribuido a frenar la caída de las tasas de inflación en algunas geografías**, principalmente en países desarrollados, **lo que junto al cambio de tono de las políticas monetarias, ha estabilizado las expectativas de inflación** descontadas por los mercados. **Sin embargo, ambos no han evitado que los indicadores de volatilidad siguiesen repuntando en los mercados financieros, aunque moderadamente y desde niveles muy bajos.**

La ausencia de presiones inflacionistas a corto plazo (aun cuando el precio del petróleo converja a 70 dólares por barril a finales de ejercicio) y el mantenimiento de las expectativas de inflación a largo plazo en niveles inferiores a los objetivos de los bancos centrales han servido de justificación a un **mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes**. En el primer caso, dando continuidad a los programas de compras de activos (BCE y Banco de Japón) o planteando el retraso de las subidas de los tipos de interés de referencia (Fed y Banco de Inglaterra); en el segundo, adoptando nuevas medidas de flexibilización monetaria a través de la reducción de tipos (aunque Brasil es la principal excepción). Sin duda, **este último aspecto constituye uno de los factores diferenciales del ciclo económico actual**. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, cuyo inicio puede tener lugar en el segundo semestre de 2015, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés reales, en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero. Muestra de ello es la moderación del tipo de interés nominal a corto plazo del agregado de principales economías del mundo (excluyendo a EE.UU.), que se sitúa en el 3,2%, 20 puntos básicos por debajo de la cota de hace un año.

La contrapartida es la apreciación global del dólar y la **depreciación prácticamente generalizada de las divisas emergentes, más intensa en aquellos países que presentan una mayor dependencia de la financiación externa, un mayor peso de los ingresos por exportaciones de materias primas o una mayor sensibilidad al contexto de liquidez global**. Además, aquellos que optaron por políticas monetarias algo expansivas para estos “fundamentales” han sido más penalizados. A corto plazo, la depreciación de las monedas emergentes puede relanzar la competitividad externa de sus países y constituir un revulsivo para el crecimiento económico. Ahora bien, también puede terminar generando efectos negativos, desiguales por economías y sectores institucionales, al dificultar la refinanciación de la deuda contraída en divisa extranjera (en su mayoría, dólares) y encarecer su servicio.

1: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en: <http://bit.ly/1nl5Rln>

El contraste entre la estrategia monetaria del BCE y la Fed continuará condicionando la dirección de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. La inyección de liquidez realizada por el BCE con la compra de deuda pública ha reforzado la corrección de los tipos de interés a largo plazo en el bloque desarrollado y, en mayor medida, en la eurozona, y ha intensificado el movimiento de depreciación del euro frente a sus principales cruces (frente al dólar, cotiza próximo a la paridad).

Esta tendencia es previsible que se mantenga hasta que la Fed realice la primera subida de sus tipos de interés de referencia (*fed funds*). Entonces, será su estrategia de comunicación sobre el ritmo de las próximas subidas la que determine el repunte de rentabilidades en el mercado de bonos y el grado de volatilidad financiera. La magnitud de las posibles salidas de capital de los países emergentes será función, por tanto, de la política monetaria de la Fed pero también de factores locales asociados a la posición cíclica y a las vulnerabilidades que presente cada país, especialmente cuando se calme la volatilidad de la primera o primeras subidas. De ahí que, al igual que en términos de crecimiento, se esperan divergencias relevantes en la evolución de los tipos de cambio y de interés del bloque emergente.

Con todo, **el contexto global de crecimiento sigue siendo favorable.** En el escenario más probable, el PIB mundial crecerá un 3,5% en 2015 y se acelerará hasta el 3,6% en 2016 gracias al apoyo de las economías desarrolladas, que obtendrían su mejor registro desde 2010. En el caso de las emergentes, dada la desaceleración tendencial de China, sus mejores perspectivas para el próximo año residen en el efecto arrastre de las economías desarrolladas sobre el comercio mundial, el aumento progresivo de los precios de las materias primas y un endurecimiento de las condiciones financieras que, de acuerdo a lo considerado anteriormente, resultará mucho más gradual que en anteriores ciclos de subidas de tipos de interés de la Fed (véase tablas de previsiones y [Situación Global Segundo Trimestre 2015](#)).

Los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación del servicio de su deuda.

3 Eurozona: los factores de apoyo al crecimiento siguen siendo favorables

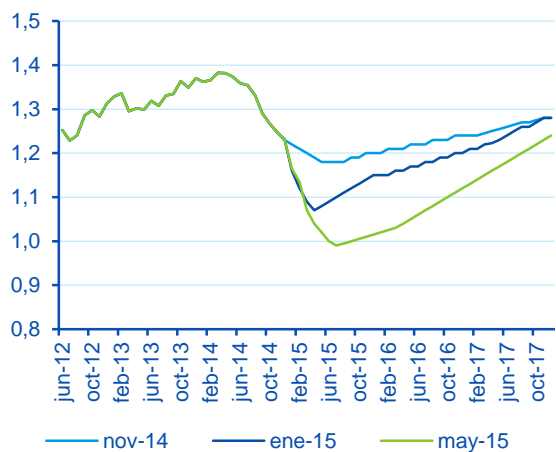
El crecimiento en el cuarto trimestre de 2014 fue algo mayor de lo previsto y los datos del primer trimestre apuntan a una aceleración hacia tasas anualizadas en torno al 2% (ver sección 4), por lo que las perspectivas de consolidación de la recuperación en Europa se afianzan, tras el peligro de volver a una (tercera) recesión prevalente a mediados de 2014. Desde finales del año pasado la reducción del precio del petróleo (un shock exógeno) y la depreciación del euro, en buena parte endógeno y ligado a las expectativas y posterior anuncio de la expansión cuantitativa (QE en sus siglas en inglés) del BCE, han sido los principales factores que han apoyado la actividad. Tres meses después de nuestras últimas previsiones, esos factores parecen haberse reforzado. Tanto la política monetaria como la política fiscal son ligeramente más expansivas -o menos contractivas- de lo que preveíamos hace poco, y de lo que lo fueron en años precedentes.

Los factores negativos que pesan sobre la confianza y la inversión -que son a su vez factores de riesgo si la situación se deteriora- siguen siendo la crisis ruso-ucraniana y sobre todo la crisis griega, a pesar del pequeño tamaño del país. Aunque es probable que el contagio de una eventual salida del euro de Grecia sea limitado y pueda reducirse aún más a través de medidas preventivas, puede suponer un mayor estrés que afecte a la actividad. Un tercer riesgo más presente en estos primeros trimestres de recuperación proviene de la demanda exterior, sobre todo de países emergentes, que podría ser menor de la prevista.

La depreciación del euro y el shock del petróleo, algo mayores de lo previsto

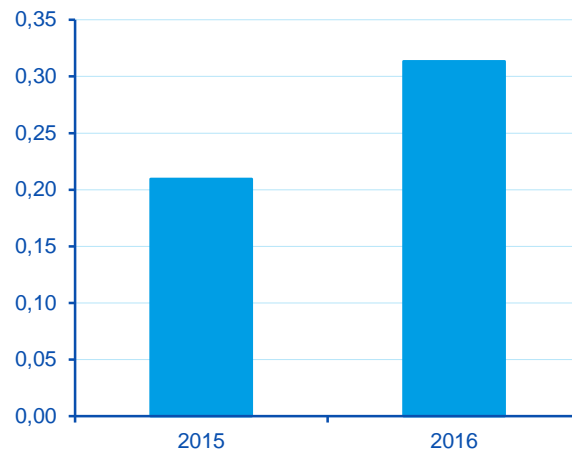
Nuestra previsión del tipo de cambio del euro frente al dólar para 2015 y 2016 se ha revisado de nuevo a la baja debido a una caída mayor de la prevista a principios de año, a una política monetaria que también se ha revelado algo más agresiva de lo que estábamos incorporando, y el mantenimiento de nuestra expectativa de subida de tipos por parte de la Reserva Federal en septiembre de este año. Ahora prevemos que el tipo de cambio esté en **1,02 USD-EUR a finales de este año, y en 1,12 USD-EUR a finales de 2016** (Gráfico 3.1), lo que supone una depreciación adicional media de 7% en 2015 y 9% en 2016 respecto a lo esperado hace tres meses, lo que **podría suponer un crecimiento adicional acumulado de unas dos o tres décimas entre ambos años**, gracias a unas mayores exportaciones netas (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Previsiones del tipo de cambio dólar/euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.2
UEM: Impacto de una depreciación del euro sobre el crecimiento del PIB (pp)



Fuente: BBVA Research

El precio del petróleo en los últimos tres meses ha evolucionado ligeramente al alza, pero nuestra senda esperada para los próximos tres es algo más suave, con un precio medio del barril de Brent de 62 dólares en 2015 y 75 en 2016. En euros, y debido a la depreciación adicional del tipo de cambio, la caída del precio medio en 2015 es de un 12% (frente a un 15% hace tres meses), lo que **sigue suponiendo un shock positivo importante en las rentas de los agentes**. Aunque es difícil de atribuir, la mejora sustancial de los indicadores de consumo privado en los últimos meses está ligada al efecto renta de esta caída. Nuestras estimaciones son que el efecto contemporáneo de un shock de precio del petróleo del 10% puede traducirse en una mejora del PIB de entre 0,1pp y 0,2pp.

El BCE se mantiene firme en su política de expansión cuantitativa, con un fuerte impacto en los mercados

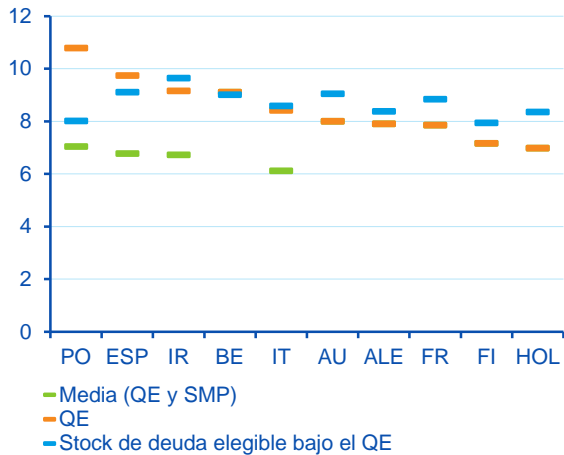
Los detalles de las medidas de QE anunciados por el BCE en el mes de enero **han deparado sorpresas positivas**. Las compras comprometidas en diferentes activos de **60 mil millones de euros al mes hasta septiembre de 2016** y, en cualquier caso, hasta que se observe un ajuste sostenido de la inflación, son algo mayores de lo que se preveía inicialmente. Además, su materialización en términos de plazos está **más sesgada de lo previsto hacia el largo plazo**. Por otro lado, tal y como cabía esperar, **el BCE tiene la misma prelación que el resto de tenedores de deuda** (pari passu). La distribución de las **compras se realizará con arreglo a la clave de capital de cada país en el BCE**, y se han establecido ciertos límites de compras por emisión y emisor (no más del 25% de una emisión y no más del 33% de un único emisor). Si bien algunos de estos elementos pueden poner alguna restricción a las compras, **el BCE ha señalado su disposición a flexibilizar el programa**, si fuera necesario para cumplir con los objetivos.

Hay, **sin embargo**, un elemento en el diseño del programa que, en nuestra opinión, no se puede valorar positivamente: **el Eurosistema no asume todo el riesgo en las compras de los bonos públicos**, sino sólo un 20% mientras que el resto lo asumen los bancos centrales nacionales. Aunque este punto no ha tenido mayor impacto en el corto plazo, en nuestra opinión **no da una señal positiva desde un punto de vista de integración financiera y de unión bancaria**.

Transcurridos dos meses desde el inicio del programa, **las compras van en línea con lo previsto**. En los dos primeros meses se han comprado bonos públicos por un importe de 95 mil millones de euros que,

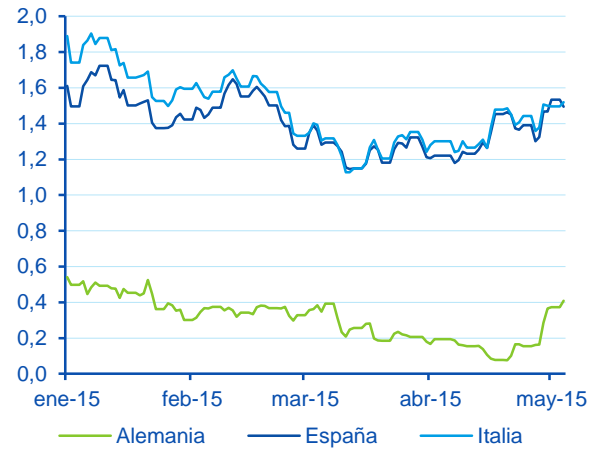
sumados a los programas de compras de activos privados (ABS y CB), han totalizado un importe de 120 mil millones de euros. Las compras se han distribuido prácticamente calcando la participación de los países en la clave de capital del BCE. Sin embargo, en lo relativo al vencimiento medio de los bonos, cabe destacar que para alguno de los países periféricos, en particular España, han sido más largos que para el resto (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3
Vencimientos promedios de deuda adquirida



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

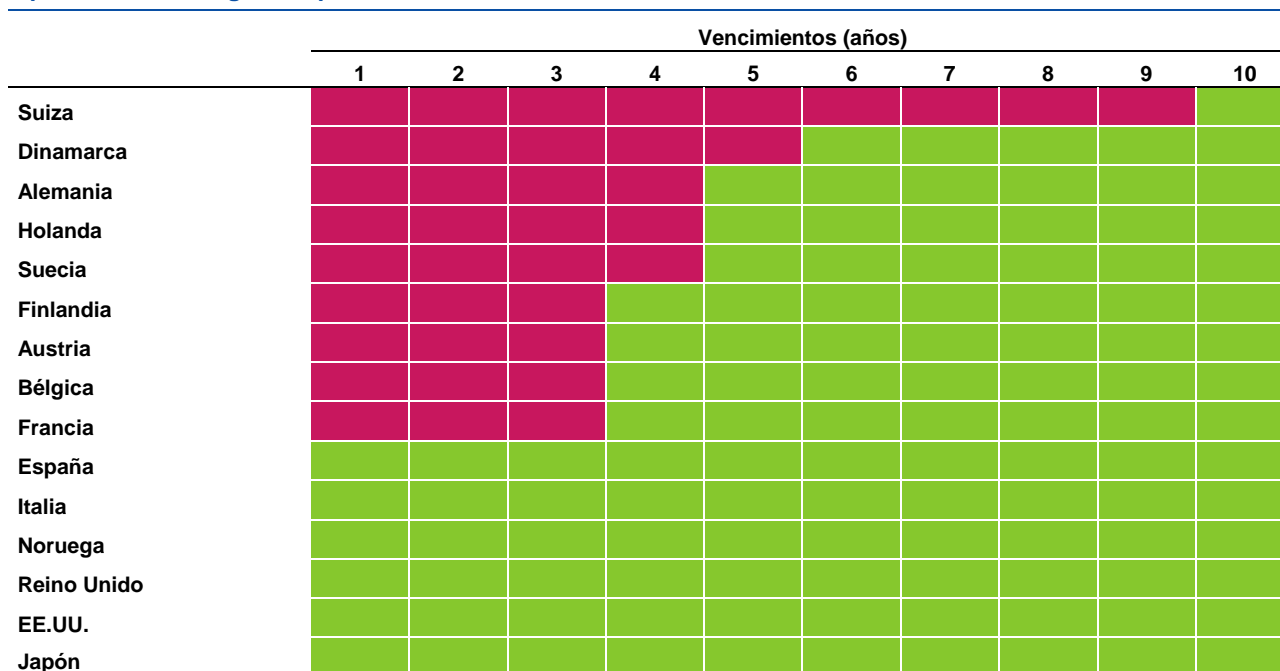
Gráfico 3.4
Tipos de interés del bono a 10 años



Fuente: Bloomberg

La contundencia con la que el BCE inició las compras, así como los mensajes de compromiso con el programa que ha venido reiterando el BCE, han resultado en un **impacto muy significativo** (y mayor al esperado) **en los mercados financieros**: en los últimos meses se ha producido una **caída importante de los tipos de interés en Europa y una depreciación del tipo de cambio**, que se suma a la ya acumulada en los meses previos al anuncio del programa. De hecho, la bajada de tipos ha dado lugar a una situación sin precedentes: el 30 % del stock de deuda pública europea ha llegado a cotizar con tipos negativos, y en algunos casos esta situación se ha extendido hasta los tramos largos de la curva (Gráfico 3.4). Es más, se puede decir que los efectos del programa del BCE también se han dejado sentir en otras geografías, generando un efecto arrastre de los tipos de interés en otros países (incluidos Estados Unidos y el Reino Unido) (Gráfico 3.5) y favoreciendo también un tono más expansivo de otros bancos centrales (países nórdicos y emergentes). Por otra parte, **las expectativas de inflación a largo plazo han mejorado**, en parte también apoyadas por la recuperación de los precios del petróleo: desde enero, la inflación esperada a cinco años que se infiere de los swaps de inflación han subido desde el 1,5% al 1,8% (Gráfico 3.6).

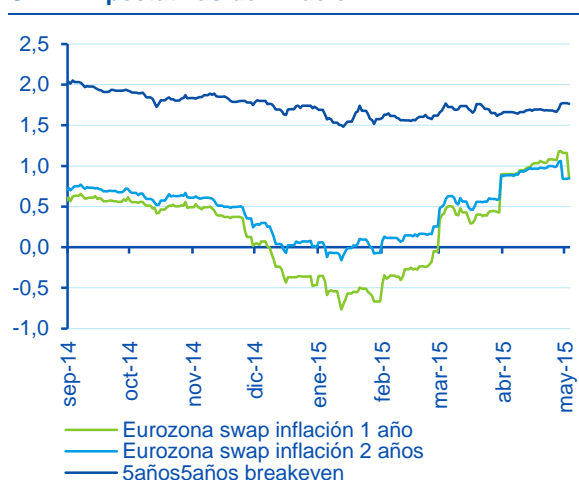
Gráfico 3.5
Tipos de interés negativos por vencimientos



Fuente: BBVA Research

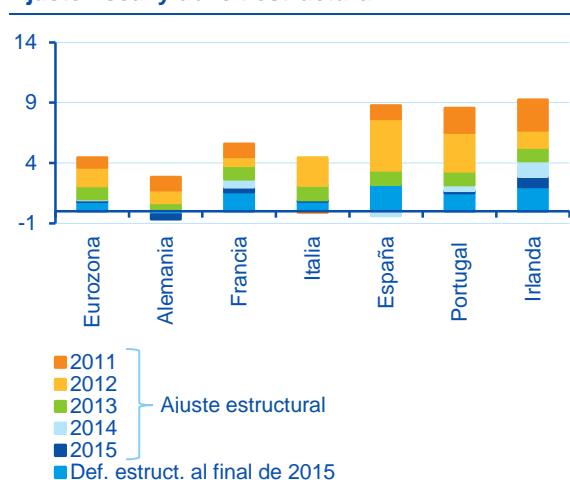
A pesar de que la “narrativa” del BCE para adoptar sus medidas está ligada por mandato a la inflación -y los riesgos de deflación claramente han disminuido-, **los efectos sobre la actividad son también importantes**. Aislar el impacto del QE sobre la actividad es muy difícil, por la falta de precedentes históricos, pero los análisis sobre los impactos de este tipo de medidas en EE.UU. y el Reino Unido apuntan a que el nivel de PIB adicional acumulado en dos años estaría, por lo menos, en torno al 1% por unas compras de bonos públicos equivalentes al 10% del PIB (que coinciden con las previstas por el BCE para la zona). Extrapolando estos resultados a la eurozona, tendríamos que las compras adicionales de deuda pública respecto a lo previsto hace tres meses serían del 2% del PIB, lo que nos llevaría a revisar al alza nuestra previsión, sólo por este efecto, en un 0,2%-0,4%, en línea con el efecto previsto de la depreciación del euro (el canal de transmisión más visible de la política monetaria en el actual contexto de la eurozona). El impacto total del QE anunciado, de una magnitud del 10% del PIB, sería superior a un punto porcentual de PIB.

Gráfico 3.6
UEM: Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.7
Ajuste fiscal y déficit estructural



Fuente: BBVA Research

La política fiscal confirma su tono neutral

La principal novedad en la política fiscal de la eurozona es que la Comisión Europea ha aprobado los planes de consolidación fiscal presentados por Francia e Italia, y que estaban pendientes del sí definitivo en el mes de marzo. En el caso de Francia, se retrasa una vez más el objetivo de llegar a un déficit del 3% hasta 2017, con objetivos intermedios del 3,8% y 3,3%, respectivamente, en 2015 y 2016. Esto supone medidas de ajuste estructural (es decir, reducción del déficit estructural primario) del 0,4pp y el 0,5pp. El argumento a favor de la ralentización del ajuste son los planes de reformas estructurales presentadas por el gobierno francés (aunque no son reformas efectivamente aprobadas, lo que choca con la letra de los acuerdos europeos); esto supone, en la práctica, una relajación de los criterios de déficit.

En el caso de Italia, la reducción del déficit en 0,4pp hasta el 2,6% en 2015 y el 1,8% en 2016 refleja la mejora del ciclo sin necesidad de ajustes estructurales adicionales. Para el conjunto de la eurozona, como se observa en el gráfico 3.7, la política fiscal será restrictiva en apenas una décima del PIB, similar al de 2014, y muy inferior a los fuertes esfuerzos de consolidación llevados a cabo en los tres años precedentes.

El entorno externo se hace algo más negativo

Tal y como se refleja en la sección 2, **el crecimiento global se ha desacelerado recientemente**, pero sobre todo se presenta con riesgos a la baja, y principalmente en las economías emergentes, puesto que la ralentización en Estados Unidos en el primer trimestre es sobre todo un fenómeno temporal. **El impacto directo del menor crecimiento es insignificante, pero no así el balance de riesgos, que queda sesgado a la baja por el lado externo**, sobre todo si la economía china crece menos de lo previsto.

Pero **el principal factor** externo que afecta directamente a la economía europea es la **crisis entre Rusia y Ucrania**. Las sanciones entre Rusia y la UE se mantienen a pesar de los acuerdos de Minsk, y el crecimiento en Rusia parece que será más negativo de lo previsto en 2015 (-4% frente a un -1% previsto hace tres meses). A pesar de ello, el impacto directo sobre la economía de la eurozona se está produciendo fundamentalmente a través del comercio, ya que el temido impacto sobre la inversión (en los países con más lazos con Rusia, como Alemania) parece haberse atenuado.

La situación en Grecia sigue sin resolverse

Tras las elecciones de enero de este año, el gobierno griego llegó a un principio de acuerdo con el Eurogrupo para presentar una lista detallada de reformas, en línea con las del programa vigente, que permitiese a las instituciones (Comisión Europea, BCE y FMI) desembolsar el último tramo del préstamo y eventualmente renegociar el repago de la deuda, en su mayor parte ahora en manos oficiales. Hasta ahora las negociaciones sobre las medidas concretas no han finalizado, lo que, en un contexto de fuertes problemas de liquidez en la financiación pública, puede llevar a una situación de impago en el servicio de la deuda y, en el caso extremo, a una salida del país de la zona euro, aunque el escenario más racional es que se llegue a un acuerdo que permita mantener la financiación e implementar las reformas necesarias para consolidar el potencial de crecimiento y la situación financiera del soberano griego. **La situación se debería resolver, en una u otra dirección, durante el mes de mayo o, a más tardar, en el mes de junio, puesto que las devoluciones de préstamos a las que se enfrenta el gobierno griego durante el verano son elevadas y requieren de nuevos fondos.**

Aunque el escenario de impago y, eventualmente, salida del euro sigue sin ser el escenario base, un eventual *Grexit* tendría un cierto efecto contagio a corto plazo sobre el resto de países de la eurozona, lo que supone un riesgo sobre el crecimiento europeo. En cualquier caso, el impacto debería ser contenido, puesto que la situación macroeconómica del resto de los países está más saneada que en 2012 (crecimiento positivo, desequilibrios públicos y externos menores), el proceso de unión bancaria se ha consolidado, y los instrumentos del BCE siguen en pie (programa OMT), recientemente reforzados por el programa QE.

4 Perspectivas: el crecimiento cobrará impulso en 2015 y 2016

Los menores precios del petróleo y la mejora de la confianza tras el anuncio del QE impulsaron el crecimiento a principios de año

Tras la mejora de la demanda doméstica en 2014, tanto del consumo privado como de la inversión, la evidencia más reciente apunta a que este patrón habría continuado a principios de 2015. Los datos de confianzas y los indicadores reales del primer trimestre de 2015 son consistentes con una ligera aceleración del crecimiento, que además del consumo y la inversión habría ido acompañado por un aumento de las exportaciones, favorecidas por la depreciación del euro.

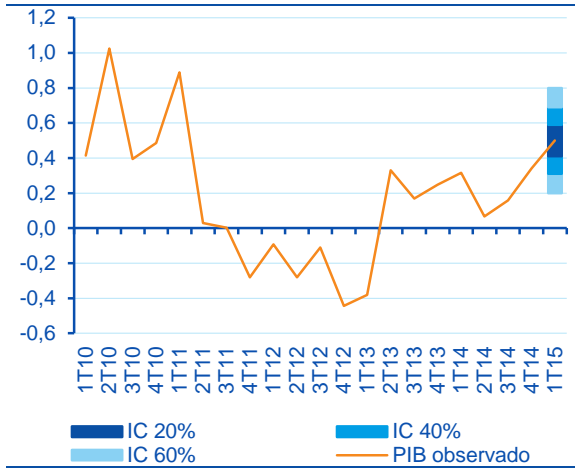
Con todos los datos de confianza y dos terceras partes de los datos reales, **nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0,5% en 1T15 en la zona euro** (Gráfico 4.1), acelerándose dos décimas con respecto al observado en el trimestre anterior (0,3% en 4T14). Por países, España pasaría a liderar la recuperación, con un crecimiento de 0,9% t/t, seguido de Alemania, que habría mantenido su crecimiento en el orden del 0,6/0,7% t/t, mientras que Francia e Italia habrían crecido en torno del 0,3% t/t.

Se afianza la recuperación del consumo privado como principal motor de la demanda doméstica...

El consumo privado ha mantenido un crecimiento estable desde mediados de 2013 (en promedio un 0,2% t/t), sorprendiendo con un aceleración hacia finales de 2014 (hasta en torno al 0,5% t/t) que, de acuerdo a nuestras previsiones, se habría mantenido relativamente estable a principios de 2015. Esto último está en línea con la fuerte recuperación de la confianza de los consumidores observada a principios de año y apoyada por la paulatina mejora del mercado de trabajo iniciada a finales de 2013. Tanto las ventas al por menor, disponibles hasta febrero, como el repunte de la matriculación de turismos señalarían que el consumo privado se habría mantenido en tasas de crecimiento cercanas al 0,5 % t/t al inicio de 2015.

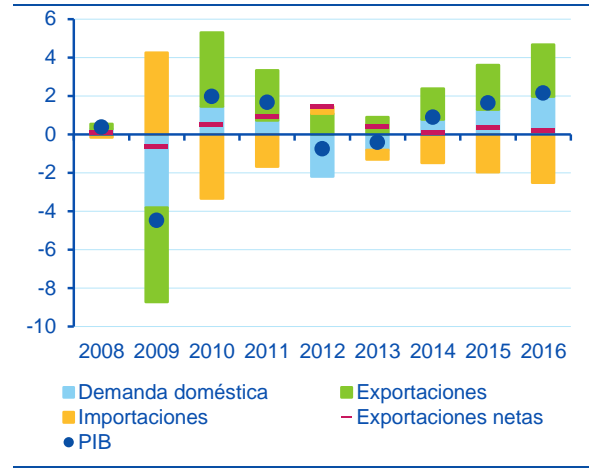
En el horizonte de previsión, **esperamos que los soportes del consumo privado continúen reforzándose. A las expectativas de mejora gradual del mercado laboral se unen los bajos precios del petróleo, que deberían contribuir a impulsar el consumo privado** a través de una mayor renta disponible y una reducción de la tasa de ahorro por motivos precautorios. Con todo esto, el consumo debería acelerarse en 2015 (alrededor del 1,7%) y mantener aproximadamente esas tasas de crecimiento en 2016 (1,6%). No obstante, en este ritmo de crecimiento se estaría reflejando todavía el proceso de ajuste del endeudamiento de los hogares, evitando así una recuperación más fuerte de este componente.

Gráfico 4.1
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2
UEM: contribución al crecimiento del PIB anual (pp)

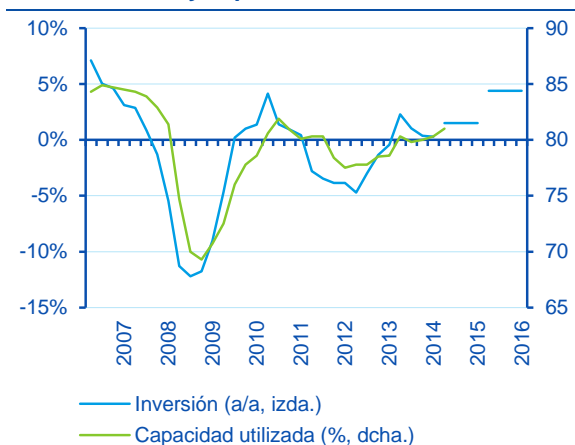


Fuente: Eurostat y BBVA Research

... mientras la incertidumbre podría todavía frenar la inversión en 2015, con un claro repunte en 2016

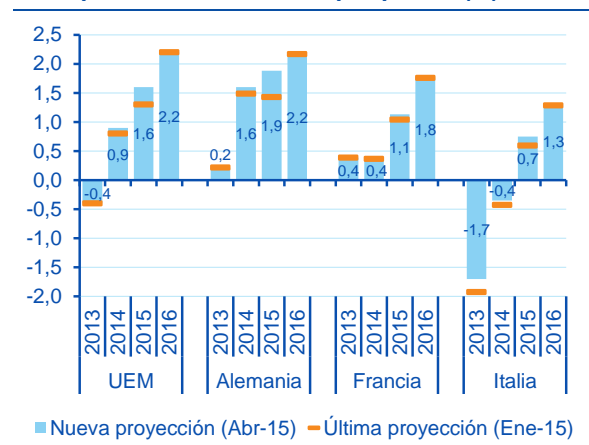
Tras una primera mitad de 2014 muy volátil, en parte relacionada con eventos geopolíticos, la inversión se ha recuperado a final de año, para cerrar el último trimestre creciendo al 0,4% t/t (sorprendiendo tres décimas al alza). El efecto base de esta sorpresa a finales de 2014, la todavía robusta demanda del exterior (sobre todo de las economías desarrolladas) y las mejores perspectivas del consumo interno nos llevan a revisar al alza nuestras previsiones de crecimiento de la inversión para 2015 en 0,6pp hasta el 1,5%. Para 2016, prácticamente mantenemos nuestra previsión de un crecimiento sostenido (en el 4,4%), impulsado por **las mejores condiciones financieras asociadas a la política monetaria más expansiva y duradera, junto con un efecto moderado de estímulo del plan Juncker** (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3
UEM: inversión y capacidad utilizada



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4
UEM: previsión crecimiento por países (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

El consumo público podría apoyar marginalmente el crecimiento ante una política fiscal prácticamente neutral

Tras varios años de fuerte ajuste fiscal, sobre todo en la periferia, y después de que la Comisión Europea se mostrase algo más tolerante con el ritmo de ajuste previsto (sobre todo con Italia y Francia), el 2014 cierra con sorpresas positivas en términos del balance fiscal. Alemania ha registrado un superávit mayor del inicialmente previsto, mientras que Francia y Portugal cerraron con un déficit menor a sus últimos objetivos. Italia, por otra parte, estuvo en línea y España ligeramente peor. Según nuestras estimaciones, **el déficit fiscal en 2015 y 2016 seguiría reduciéndose hasta alcanzar, respectivamente, el 2,1% y 1,6% del PIB** (unas cuatro décimas menos en cada año que nuestra previsión anterior), tras el 2,4% de 2014; aproximadamente unos 4 puntos porcentuales menos que el máximo observado en 2010 (6,1%). Gran parte de este ajuste ha sido a través de medidas de carácter permanente, permitiendo que el déficit estructural pase de aproximadamente el 4,4% en 2010 hasta el 1,1% en 2014, un ajuste promedio 1pp de PIB por año. No obstante, **la mejora de la cuentas públicas este año y el que viene estará determinada por la mejora cíclica de la economía, mientras que el déficit estructural se mantendrá alrededor del 1% del PIB en ambos años**. Teniendo en cuenta esta neutralidad de la política fiscal, el consumo público debería crecer en torno al 0,5% en 2015 (tras el 0,7% de 2014) y un 0,9% en 2016.

Las exportaciones deberían acelerarse en 2015 a pesar de la desaceleración de los emergentes

El año pasado, las exportaciones mantuvieron un crecimiento sólido (3,7%) impulsadas por la depreciación del euro y la moderación de los precios domésticos. A principios de 2015, los últimos datos de exportaciones de bienes aún no reflejan el aumento de pedidos manufactureros del exterior, pero **en el transcurso de este año prevemos que el tipo de cambio más bajo y el fuerte crecimiento del consumo privado de las economías desarrolladas se reflejen en unas exportaciones que ganarían tracción en 2015 y 2016**, aumentando cerca del 5,5%.

Las importaciones crecieron en 2014 ligeramente más de lo esperado (3,8% en 2014), en línea con buen comportamiento de la demanda interna. Para el horizonte de previsión, **el mayor dinamismo del consumo privado, sumado a la mejora gradual de las compras asociadas a la inversión, hará que en 2015 y 2016 las importaciones sigan acelerándose**, creciendo un 4,9% y 6,1% respectivamente.

Con todo, la demanda externa contribuiría positivamente al crecimiento del PIB en 2015 (0,3pp), tras el 0,1pp de 2014 (Gráfico 4.2).

En conjunto, la economía de la eurozona se consolidaría en la primera mitad de 2015, para ganar impulso en 2016

Teniendo en cuenta todos los factores comentados en la sección 3, **revisamos ligeramente al alza (+0.3pp) nuestro escenario central hasta el 1,6% en 2015**. Esta revisión se explica principalmente por una mayor contribución de la demanda doméstica (+0.2pp hasta los 1,3pp) derivada de los menores precios del petróleo, que resultarán en costes más reducidos para las empresas y una baja inflación, y de la mejora de las condiciones financieras, que deberían impulsar las decisiones de los agentes a consumir y a invertir. Y también por la evolución del sector externo que, tras la depreciación del euro, también contribuiría ligeramente más al crecimiento (en una décima, hasta los 0,3pp) respecto a nuestra previsión de hace tres meses. **Para 2016 mantenemos nuestra previsión de que la economía ganará tracción hasta crecer un 2,2%**, impulsada principalmente por un significativo aumento de la inversión, lo que llevaría a que la demanda doméstica contribuya aún más al crecimiento en el 2016 (contribución de +2pp) (Gráfico 4.2). El

sector exterior seguiría contribuyendo positivamente pero ligeramente menos que en 2015 (contribución de 0,2pp), debido al mayor avance de las importaciones para satisfacer la inversión y el consumo, puesto que las exportaciones continuarán creciendo a un ritmo robusto. Con estas nuevas previsiones, los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008) podrían alcanzarse antes de lo previsto, recuperándose totalmente a finales de este año o principios de 2016.

Tras el buen desempeño generalizado de las economías de la eurozona a finales de 2014, prevemos que las economías periféricas registren un fuerte crecimiento en 2015, con España tomando el relevo de Alemania como la economía que más crecerá en el periodo 2015-2016. Italia, por otra parte, parece haber salido de la recesión a principios de año y debería crecer en 2015 tras tres años en tasas negativas, mientras que la economía francesa debería acelerar su crecimiento a partir de este año (Gráfico 4.4). En ambos casos el ritmo de recuperación sería ligeramente superior al de nuestra previsión anterior (Para un análisis más detallado, ver cuadro países más adelante).

Reducción gradual de la tasa de desempleo en alrededor de 1pp hasta aproximadamente el 10,5%

La mejora del mercado de trabajo en 2014, casi medio punto menos de desempleo comparado con el 2013, ha ido a más en los últimos meses. Así, el empleo se ha ido recuperando desde principios de 2014 (a una media anualizada de 0,4%) acelerándose hacia finales de 2014 y promediando un crecimiento anual del 0,6%. Por otra parte, la población activa en 2014 ha crecido ligeramente (0,1%). En nuestro escenario central esperamos que **esta mejora continúe a lo largo del 2015, con un crecimiento de un 1% del empleo**, lo cual se reflejará en **una nueva caída de la tasa de desempleo hasta el 11% en la media del año, tras el 11,6% de 2014**. Para 2016, la aceleración del crecimiento y la demanda interna, junto con la significativa reducción de la incertidumbre, podrían resultar en un crecimiento sostenido del empleo (0,9%) y una reducción de la tasa de paro hasta el 10,3%. (Gráfico 4.5).

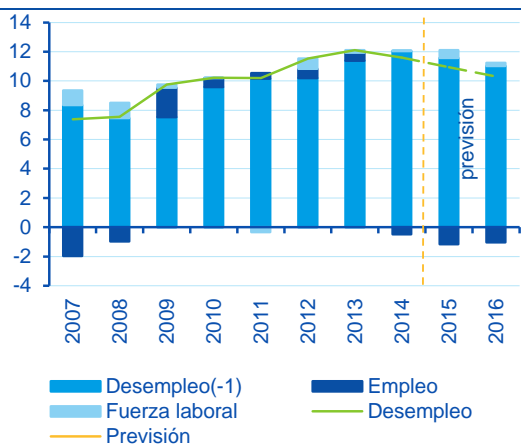
Los precios del petróleo mantendrán la inflación muy baja hasta el último trimestre de 2015

En el conjunto del 2014, la inflación tuvo una evolución claramente descendente, sorprendiendo a la baja en el último trimestre del año, principalmente por la inesperada evolución de los precios de la energía; tendencia que también se observó, aunque en menor medida, en la subyacente. Sin embargo, el cambio de tendencia parece haberse producido en febrero de este año; desde esta fecha, la inflación está moderando su caída, en línea con las expectativas, alcanzando el 0% a/a en abril. Detrás de esta dinámica sigue estando la evolución de los precios de los productos energéticos, que explican gran parte de la moderación, pero también un ligero repunte de los precios de los alimentos. La inflación subyacente, por su parte, se ha mantenido en torno del 0,6% en el primer trimestre del año.

Para lo que resta de año, es probable que la inflación registre tasas anuales negativas o muy bajas durante el segundo y el tercer trimestre, y no será hasta el último cuando se aprecie un mayor repunte hasta alrededor del 0,8%/0,9% en diciembre, debido a los efectos base y la evolución de los precios de la energía. Por su parte, es probable que la inflación subyacente se mantenga relativamente estable en los próximos meses. En conjunto, **seguimos previendo una inflación de 0,1% en 2015 y un repunte en 2016, hasta el 1,3%, revisada ligeramente al alza (+0,3pp) tras anunciar el BCE unas medidas algo mayores de lo esperado hace tres meses**. Sin embargo estas previsiones siguen estando muy por debajo del objetivo del BCE, aunque el mínimo ya habría pasado y el riesgo de deflación ha disminuido bastante. (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5

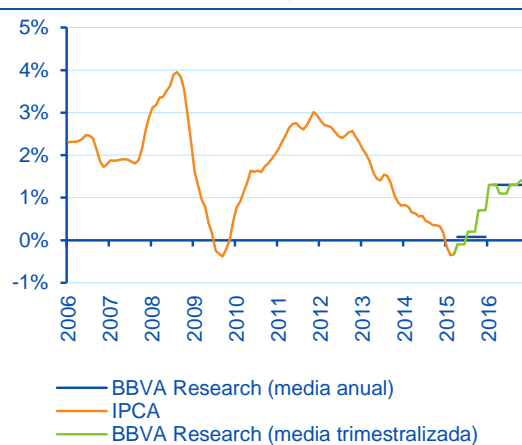
UEM: desempleo y descomposición por componentes (%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6

UEM: inflación observada y prevista



Fuente: BBVA Research

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: el reforzamiento de los fundamentales domésticos acelera la recuperación, pero continúa vulnerable a la incertidumbre externa

(PIB: +1,9% en 2015, +2,2% en 2016)

Datos recientes: los datos más recientes sugieren que prácticamente se habría mantenido el fuerte ritmo de avance del PIB a principios de año (0,6% t/t tras 0,7% t/t en 4T14), sustentado por la mejora de la demanda doméstica. Por un lado, la inversión debería haber aumentado por el empuje de la producción industrial y de las exportaciones. Por otro, la evolución favorable del mercado de trabajo, que presenta una tasa de paro en mínimos históricos, podría incentivar subidas salariales (tras el aumento del salario mínimo), lo que habría redundado en una mejora de la confianza de los hogares y un aumento del consumo, en línea con los datos de ventas al por menor. Ante este aumento de la demanda doméstica, las importaciones aumentarán, por lo que la aportación final de las exportaciones netas al crecimiento debería ser menos relevante. No obstante, la ligera disminución de la confianza empresarial y del ritmo de crecimiento de los pedidos externos apunta a una moderación del crecimiento en los próximos trimestres.

Perspectivas para 2015 y 2016: el crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna y por las exportaciones. La tasa de inflación moderada junto a la evolución positiva del mercado laboral contribuirá a un aumento significativo del consumo privado en 2015. No obstante, la situación en Grecia y los conflictos geopolíticos sin resolver podrían generar un aumento de la incertidumbre y condicionar la confianza empresarial en 2015, por lo que las empresas podrían aplazar los planes de inversión a 2016. Pese a que el sólido sector exportador continuará beneficiándose de la depreciación del euro, la debilidad de la economía mundial puede frenar las expectativas del sector. Las importaciones aumentarán a un ritmo mayor que las exportaciones gracias al comportamiento del consumo, de modo que las exportaciones netas desempeñarán un papel marginal en la contribución al crecimiento.

Política fiscal: tras el superávit fiscal en 2014 mayor que el esperado, prevemos que las cuentas federales registren también en 2015 y 2016 un superávit de 0,5% y 0,3% del PIB, respectivamente. Por consiguiente, la deuda pública debería continuar la tendencia de reducción y situarse en torno al 70,9% del PIB en 2015 y al 69,5% en 2016, para volver por debajo del 60% en 2023.

Francia: la caída del petróleo anima el consumo privado y podría ser el principal motor de crecimiento en 2015, al que se uniría la recuperación de la inversión en 2016

(PIB: +1,1% en 2015, +1,8% en 2016)

Datos recientes: los principales indicadores de confianza sugieren una recuperación muy gradual a principios de año. A pesar de que la encuesta de sentimiento económico de la Comisión señala un avance sólo del sector manufacturero y los PMIs muestran un desempeño positivo limitado a los servicios, los datos de actividad parecen más optimistas: la producción industrial hasta febrero augura una recuperación de la inversión y la mejora de las ventas minoristas y el aumento del gasto de las familias podría adelantar un mayor consumo privado, apoyado en la mejora de la confianza de los hogares. La contribución del sector exterior observado en 4T14 es probable que se haya reducido, al caer las exportaciones más que las importaciones. Con todo, prevemos una aceleración del crecimiento en 1T15 del 0,3% t/t tras el 0,1% del trimestre anterior.

Perspectivas para 2015 y 2016: nuestro escenario contempla una recuperación gradual y más moderada que en el conjunto de la zona euro, puesto que esperamos que el PIB crecerá un 1,1% en 2015 (una décima más que en nuestras estimaciones de febrero) para acelerarse en 2016 hasta el 1,8%. Con la inflación todavía baja a lo largo de este año, el consumo privado debería aumentar y ser la principal fuente de crecimiento en 2015, pese al ligero empeoramiento del mercado laboral, mientras que la inversión debería dejar de caer para volver a crecer en 2016, animada además por la mejora en la condiciones de financiación tras las medidas del BCE. El incremento de las exportaciones será compensado por el aumento de unas importaciones alentadas por la mejora de la demanda doméstica, por lo que esperamos una contribución al crecimiento marginal por parte del sector exterior en ambos años. Finalmente, el ajuste fiscal en marcha (algo mayor que el esperado para el conjunto de la zona euro donde será prácticamente nulo) supondrá una reducción del apoyo del consumo público.

Política fiscal: el déficit de las administraciones públicas se ha situado en 2014 en el -4% del PIB, unas cuatro décimas menos que las previsiones del gobierno, pero registrando una desviación de 0,2pp con respecto al objetivo fijado con la Comisión Europea en su evaluación al programa de estabilidad (-3,8% del PIB). Para el 2015, prevemos que el déficit se reduzca hasta el -3,6%, principalmente por un ajuste estructural (0,4pp) basado especialmente en fuertes ahorros que más que compensarán la reducción de impuestos y cargas laborales para las empresas, medidas establecidas el pasado año en el pacto de responsabilidad. En 2016, el déficit debería continuar reduciéndose hasta el -3%, y respondería en partes iguales a la mejora cíclica de la economía (0,3pp) y a un nuevo ajuste fiscal (0,3pp). Por otra parte, los últimos datos oficiales apuntan a que el máximo de la deuda pública será alcanzado en 2016, cuando se situará alrededor del 97,5% del PIB.

Italia: mayores soportes para la vuelta al crecimiento, aunque de forma moderada y dependiente de la implementación de las reformas anunciadas

(PIB: +0,7% en 2015, +1,3% en 2016)

Datos recientes: la fuerte contribución al crecimiento de las exportaciones netas observada a finales de 2014 podría haberse moderado en 1T15, puesto que las exportaciones se han desacelerado, mientras que las importaciones habrían vuelto a aumentar. No obstante, podríamos estar viendo señales de una recuperación del consumo privado: las tímidas mejoras del mercado laboral, la caída del precio del petróleo y la moderación de la presión fiscal a las rentas más bajas se están reflejando en el rebote de la confianza de los hogares y en el aumento de la propensión al consumo, aunque de momento el efecto en el comercio al por menor está siendo limitado. Además, la notable mejora de la confianza empresarial y el incremento de los pedidos para exportación podrían haber incentivado la inversión, por lo que prevemos un crecimiento de 0,2/0,3% t/t en el primer trimestre, tras el estancamiento en 4T14.

Perspectivas para 2015 y 2016: en el horizonte de previsión, la recuperación seguirá probablemente impulsada por las exportaciones en 2015, si bien el peso del sector exterior en el crecimiento debería perder relevancia según se recupere la demanda interna y también aumenten las importaciones. Esta solidez de las exportaciones, apoyadas en la depreciación del euro, y la paulatina implementación de reformas orientadas a la mejora del entorno empresarial, junto con una mejora de las condiciones financieras tras las medidas del BCE, deberían animar las nuevas inversiones. Por otro lado, la reducción de la cuña fiscal y la baja inflación favorecerán la recuperación del consumo privado, mientras que el público seguirá reduciéndose para conseguir los objetivos fiscales. Revisamos una décima al alza el crecimiento de 2015 hasta el 0,7% y mantenemos nuestra previsión para 2016 (1,3%).

Política fiscal: una vez excluidos los gastos extraordinarios que no contabilizan para el procedimiento de déficit excesivo, las cuentas fiscales italianas registraron un déficit del -3% en 2014 tras el -2,9% de 2013. Para 2015 y 2016 prevemos que vuelva a disminuir, hasta alcanzar -2,6% y -2%, respectivamente. La reducción del déficit en 2015 refleja una mejora del componente cíclico (0,3pp) y un pequeño ajuste estructural de 0,1pp, si Bruselas finalmente diera el visto bueno al plan de reformas del gobierno y aceptara la cláusula de flexibilidad. Entre estas reformas, está la implementación de medidas de revisión del gasto público, cuyo ahorro servirá para financiar la bajada de impuestos a trabajadores y empresas. Sin embargo, la principal preocupación continúa siendo el elevado volumen de deuda pública (132,1% del PIB en 2014), que según nuestras previsiones debería alcanzar su máximo en 2015, alrededor de 134,8% del PIB, para luego empezar a descender hasta el 134,4% en 2016. Estas previsiones tienen en cuenta el esquema de privatización de empresas públicas que el gobierno está llevando a cabo, si bien con más retraso de lo esperado, desde finales de 2013, con el objetivo de cumplir con la regla de reducción de la deuda del Fiscal Compact a partir de 2018.

España: La recuperación se consolida y se ampara en factores tanto internos como externos

(PIB: +3,0% en 2015, +2,7% en 2016)

Datos recientes: la estimación preliminar del PIB avala la consolidación de la recuperación de la economía en 1T15 (0,9% t/t frente a +0,7% t/t en 4T14). La demanda doméstica, y más concretamente la privada, volvió a dar soporte a la expansión, con el consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipo manteniendo un crecimiento similar al de 4T14. Por su parte, el consumo público real habría recuperado cierto dinamismo en el primer trimestre del año, rompiendo así con el estancamiento observado en los trimestres centrales de 2014 y la caída al cierre de 4T14. Por otro lado, la modesta expansión tanto de las exportaciones, fundamentalmente de las de bienes, como de las importaciones sugiere una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento entre enero y marzo (Para más información, ver [Situación España Segundo Trimestre 2015](#)).

Perspectivas para 2015 y 2016: nuestro escenario para los próximos dos años contempla un crecimiento de 3,0% en 2015 y de 2,7% en 2016, que debería ser suficiente para acumular la creación de alrededor de un millón de puestos de trabajo a fin de periodo y rebajar la tasa de paro hasta el entorno del 20% a finales de 2016. La expansión de la actividad se apoyará tanto en factores internos como externos. A nivel doméstico, destacan la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios, y el mayor soporte de la política fiscal y las ganancias de competitividad. A nivel externo, contribuirán la aceleración gradual de la economía global, la política monetaria del BCE (con menores costes de financiación y una depreciación significativa del euro) y la caída en el precio del petróleo. Estos factores fomentarán una recuperación robusta tanto de la demanda interna como de las exportaciones españolas. Sin embargo el aumento de la demanda final redundará positivamente en las importaciones de bienes y servicios, hecho que resultará en una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento.

Política fiscal: las administraciones públicas cerraron el año 2014 con un déficit del 5,7% del PIB (dos décimas más de lo esperado), pero ligeramente por debajo del -5,8 % acordado con la Comisión Europea de cara al cumplimiento del protocolo de déficit excesivo. Para 2015 prevemos que la rebaja fiscal produzca una caída de los ingresos estructurales de los impuestos sobre la renta que, en el corto plazo, se verá compensada por el impulso cíclico de las bases imponibles. Igualmente, el ciclo económico seguirá favoreciendo la reducción del gasto público (sobre todo, del que refiere al gasto en intereses y a las prestaciones sociales, dada la mejora prevista en el mercado laboral). De esta forma, con las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit de 2015 debería situarse en torno al 4,4% del PIB, ligeramente por encima del objetivo de estabilidad del 4,2%. En lo que se refiere a 2016 se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de modo que en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit de dicho año se debería reducir hasta el 3% del PIB.

5 Tablas

Tabla 5.1

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
PIB a precios constantes	-0,8	-0,4	0,9	1,6	2,2
Consumo privado	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,6
Consumo público	-0,1	0,2	0,7	0,5	0,9
Formación bruta de capital fijo	-3,5	-2,4	1,0	1,5	4,4
Inventarios (*)	-0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-2,2	-0,8	0,8	1,3	2,0
Exportaciones (bienes y servicios)	2,6	2,1	3,7	5,2	5,9
Importaciones (bienes y servicios)	-1,0	1,3	3,8	4,9	6,1
Demanda externa (*)	1,4	0,4	0,1	0,3	0,2
Precios					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,1	1,3
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,2
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	-0,7	0,6	1,0	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,0	10,3
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,6
Deuda pública (% PIB)	89,1	90,9	91,9	92,4	91,9
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,2	2,3	3,2	3,2

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,3	2,2	2,4	2,9	2,8
Eurozona	-0,8	-0,4	0,9	1,6	2,2
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,9	2,2
Francia	0,4	0,4	0,4	1,1	1,8
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
España	-2,1	-1,2	1,4	3,0	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	2,8	2,5	2,3
América Latina *	2,8	2,5	0,8	0,6	2,1
EAGLES **	5,8	5,6	5,3	4,9	5,3
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,8	5,8
Japón	1,8	1,5	0,0	1,3	1,2
China	7,8	7,7	7,4	7,0	6,6
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,9	5,0
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,5	3,9

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,6	0,6	1,9
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,1	1,3
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,3	1,4
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	1,1
Italia	3,3	1,3	0,2	0,0	0,9
España	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,4
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,3	1,7
América Latina *	7,8	9,2	12,6	13,5	13,5
EAGLES **	5,2	5,2	4,6	4,8	4,5
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,3	7,2
Asia-Pacífico	3,9	4,1	3,3	2,7	3,3
Japón	0,0	1,6	2,7	1,0	1,6
China	2,6	2,6	2,0	1,7	2,5
Asia (exc. China)	4,8	5,2	4,4	3,5	3,9
Mundo	4,5	4,2	3,9	3,8	4,1

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

(Fin de periodo)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-2,8	-2,4	-2,4	-2,9	-2,9
Eurozona	1,5	2,2	2,3	3,2	3,2
Alemania	6,8	6,5	7,6	7,7	7,4
Francia	-1,5	-1,4	-1,0	-0,9	-0,9
Italia	-0,5	0,9	1,9	2,1	2,7
España	-0,3	1,4	0,8	0,9	1,0
Reino Unido	-3,7	-4,5	-5,5	-5,1	-4,8
América Latina *	-1,6	-2,4	-2,5	-2,7	-2,3
EAGLES **	0,9	0,5	0,7	0,7	0,9
Turquía	-6,1	-7,9	-5,7	-4,2	-4,6
Asia-Pacífico	1,1	1,3	1,9	2,3	1,9
Japón	1,0	0,7	1,4	1,4	1,4
China	2,6	2,0	2,1	2,8	2,8
Asia (exc. China)	-0,1	0,8	1,7	1,8	1,2

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

Fin de periodo	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-6,8	-4,1	-2,8	-2,8	-2,5
Eurozona	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,6
Alemania	0,1	0,1	0,7	0,5	0,3
Francia	-4,8	-4,1	-4,0	-3,6	-3,0
Italia	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6	-2,0
España *	-6,6	-6,3	-5,7	-4,4	-3,0
Reino Unido **	-8,3	-5,7	-5,7	-4,4	-3,4
América Latina ***	-2,3	-2,4	-4,3	-4,2	-3,2
EAGLES ****	-1,3	-2,0	-2,6	-3,4	-3,0
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	-1,5	-1,5
Asia-Pacífico	-2,7	-3,0	-2,9	-3,0	-2,9
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-7,0	-6,5
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,3	-2,5
Asia (exc. China)	-3,9	-4,1	-3,7	-3,6	-3,2

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

Variables financieras**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Fin de periodo)**

	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años (Promedio anual)

	2012	2013	2014	2015	2016
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,1	2,7
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,3	1,0

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

	2012	2013	2014	2015	2016
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,96	0,94
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,04	1,07
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,47	1,60
JPY-USD	79,8	97,5	105,8	124,3	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,19	6,09

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	0,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,2	1,9	1,8
Consumo público	3,0	1,3	0,7	1,2	0,7	1,1	1,2	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,9	4,6	7,5	0,0	-0,4	3,4	2,2	4,0
Inventarios (*)	-1,6	1,4	0,1	-1,4	0,1	-0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-3,0	2,8	2,9	-0,8	0,7	1,2	1,7	1,9
Exportaciones	-14,3	14,2	8,2	3,5	1,7	3,8	4,6	5,6
Importaciones	-9,6	12,6	7,3	0,4	3,2	3,3	4,9	6,0
Exportaciones netas (*)	-2,6	1,1	0,7	1,4	-0,5	0,4	0,2	0,2
PIB	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,2	1,6	1,9	2,2
Inflación	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,3	1,4

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	0,3	1,8	0,4	-0,4	0,3	0,6	1,5	1,4
Consumo público	2,5	1,2	1,0	1,7	2,0	1,9	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	-9,0	1,9	2,1	0,3	-0,8	-1,6	0,0	3,5
Inventarios (*)	-1,2	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,3	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-2,5	2,0	2,0	-0,3	0,3	0,7	1,0	1,7
Exportaciones	-11,0	8,6	7,1	1,2	2,4	2,7	4,4	5,5
Importaciones	-9,2	8,5	6,5	-1,2	1,9	3,8	3,8	5,1
Exportaciones netas (*)	-0,3	-0,1	0,0	0,7	0,1	-0,3	0,1	0,1
PIB	-2,9	1,9	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1	1,8
Inflación	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	1,1

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-1,5	1,2	0,0	-4,0	-2,8	0,3	0,6	0,8
Consumo público	0,4	0,6	-1,8	-1,2	-0,3	-0,9	-0,5	0,0
Formación bruta de capital fijo	-10,0	-0,6	-1,7	-9,4	-5,8	-3,2	-0,2	3,0
Inventarios (*)	-1,2	1,3	0,2	-1,1	0,3	-0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-4,2	2,1	-0,5	-5,6	-2,5	-0,6	0,1	0,9
Exportaciones	-17,9	11,3	6,1	2,0	0,7	2,4	4,5	4,9
Importaciones	-12,7	12,1	1,2	-8,3	-2,2	1,6	2,7	4,0
Exportaciones netas (*)	-1,3	-0,4	1,2	2,8	0,8	0,3	0,6	0,4
PIB	-5,5	1,7	0,7	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
Inflación	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,0	0,9

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-2,3	2,4	-3,6	-5,5	-1,5	2,1	2,2	1,7
Consumo público	2,6	-1,3	-3,8	-3,3	-2,4	-0,3	-0,8	0,4
Formación bruta de capital fijo	-7,6	-0,9	-12,5	-16,6	-6,7	2,5	3,9	4,2
Inventarios (*)	-1,1	1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-3,8	2,1	-6,4	-7,6	-2,5	2,1	1,9	1,8
Exportaciones	-10,2	9,5	7,0	3,4	6,4	3,4	5,9	5,0
Importaciones	-9,9	7,8	-5,8	-6,3	3,9	6,4	5,2	4,8
Exportaciones netas (*)	0,8	-0,2	4,6	3,6	0,9	-1,2	0,2	0,1
PIB	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,6	0,9	2,1	1,9
Inflación	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,2	1,0

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	2,4	3,1	2,4
Consumo público	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,8	0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,4	5,7	6,4
Equipo y otros productos	-23,5	5,1	0,8	-9,0	5,6	12,2	7,8	6,7
Construcción	-16,5	-10,1	-10,6	-9,3	-9,2	-1,5	4,3	5,4
Vivienda	-20,6	-11,6	-12,8	-9,0	-7,6	-1,8	4,5	9,0
Otras construcciones	-11,8	-8,5	-8,6	-9,6	-10,5	-1,3	4,1	2,7
Inventarios (*)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	2,2	3,0	2,7
Exportaciones	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	4,2	6,1	7,5
Importaciones	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	7,6	6,5	7,8
Exportaciones netas (*)	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8	0,0	0,1
PIB	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,0	2,7
Inflación	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,4

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-3,1	0,4	0,1	1,1	1,7	2,5	2,4	2,2
Consumo público	1,0	0,0	0,0	2,3	-0,3	1,7	0,2	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-14,4	5,9	2,3	0,7	3,4	7,8	4,5	5,6
Inventarios (*)	-0,6	1,5	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-5,0	2,8	0,3	1,5	1,7	3,3	2,3	2,3
Exportaciones	-8,2	6,2	5,6	0,7	1,5	0,6	4,9	5,0
Importaciones	-9,8	8,7	1,0	3,1	1,4	2,2	4,0	4,4
Exportaciones netas (*)	0,7	-0,9	1,4	-0,8	0,0	-0,5	0,2	0,1
PIB	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	2,8	2,5	2,3
Inflación	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,3	1,7

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com
+34 91 537 37 76

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 374 79 38

Diego Torres
diego.torres.torres@bbva.com
+34 91 374 05 12

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com
+34 91 374 73 42

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com